

机械、汽车

报告原因：年报点评

2009 年 04 月 30 日

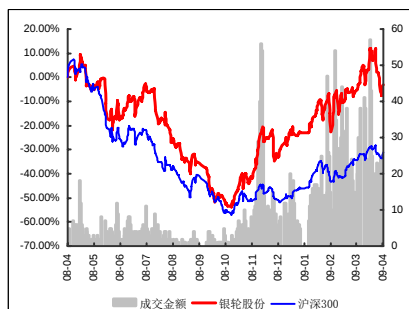
市场数据：2009 年 04 月 29 日

收盘价（元）	11.4
一年内最高/最低（元）	13.6/5.4
市净率	2.4
市盈率	18
流通 A 股市值（百万元）	431.2

基础数据：2008 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	4.7
资产负债率%	54.9
总股本/流通 A 股（百万）	100/37.9
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年股价走势



执笔人

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

银轮股份 (002126)

下游商用车及出口回暖, 公司业绩逐步恢复

增持

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2007A	837.3	33.4%	21.7%	34.7	15.7%	0.36	32
2008A	982.7	17.4%	24.2%	44.9	29.2%	0.44	26
2009E	1031.8	5.0%	24.2%	64.7	44.2%	0.63	18
2010E	1135.0	10.0%	24.2%	72.2	11.5%	0.70	16

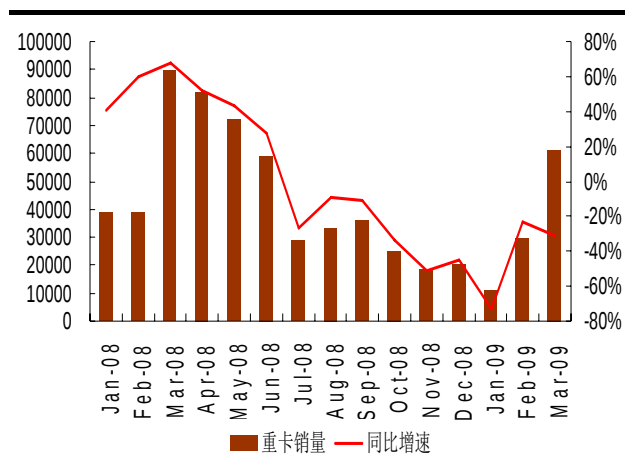
投资要点：

- ◆ **08 年收入增长速度较前两年大幅度下滑。**公司 08 年全年收入 9.8 亿元，同比增长 17%，增速较前两年大幅度下滑（07 年 33%、06 年 30%）。分季度来看，公司 08 年下半年收入增长大幅度下滑，一、二季度收入同比仍有 34% 和 40% 增长，而三、四季度同比增长分别为 10%，-13%。公司收入增长与商用车，尤其是中重卡以及工程机械走势相关性很高，08 年下半年中重卡及工程机械的低迷是公司告别高增长的主要原因。
- ◆ **毛利率小幅增长，管理费用有一定的增长。**公司 08 年毛利率达到 24%，较 07 年增长将近 2.5 个百分点，恢复到 06 年的水平。下半年原材料价格（不锈钢，有色金属等）的下跌等是公司毛利提高的主要原因，而公司毛利对原材料价格敏感度较高（这不同于很多制造型企业）则主要是因为公司原材料存货很少（原材料存货占总存货的比仅为 17%）。另外，公司新产品毛利较高也有一定的原因。
- ◆ **EGR 冷却器、封条式和管壳式冷却器开始盈利，未来前景光明。**公司 07 年 IPO 募资投入的 EGR 冷却器、封条式冷却器项目在 08 年分别产生 4226、3293 万元的收入，毛利率更是达到了 52%，31%，盈利能力居更产品之首。但是我们不认为 EGR 产品的毛利率在未来几年能保持如此高的水平，目前的高毛利更主要是因为其生产线目前仍然没有建设完成，折旧费用较小。公司募资投入项目的前景相对看好，尤其是 EGR 项目。目前国内重卡国三标准发动机 EGR 已经成为主流，而公司是目前国内能够生产 EGR 冷却器的唯一厂商，因此公司将一段时间内将独享这块市场。
- ◆ **公司下游产业复苏迹象明显，出口近期也有望有一定程度的恢复，一季度业绩将有很有可能是最低点。**公司一季度收入 1.7 亿，同比下降达到 30%。我们认为这将是公司业绩的低点。公司的主要下游重卡行业及工程机械行业在一季度虽然同比仍然负增长但环比不断上升复苏趋势明显（图 1）。另外，目前海外汽车市场同比大幅度下降的趋势逐渐减弱并开始企稳（图 2），因此我们认为公司出口有可能在近期有一定的恢复。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

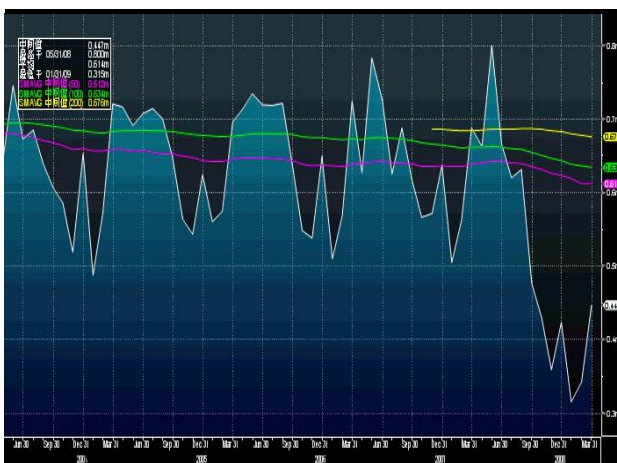
- ◆ **盈利预测及投资评级。**我们预测公司 09、10 年收入分别增长 5%、10%，未来两年 EPS 分别为 0.6、0.7 元，公司目前股价对应的 PE 为 18 倍，我们给予公司“增持”评级。

图表 1：国内重卡销量及增速



资料来源：汽车工业信息网 山西证券

图表 2：美国汽车销量开始回升

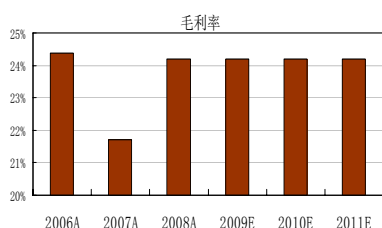
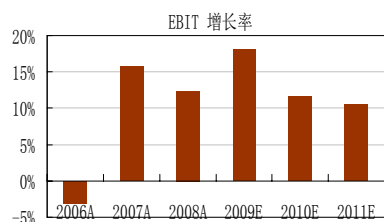
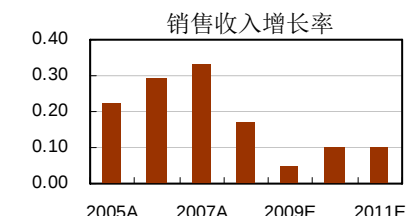


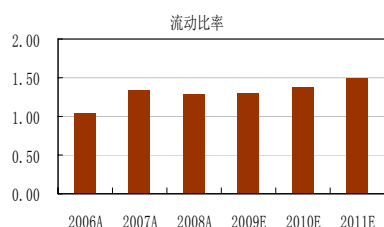
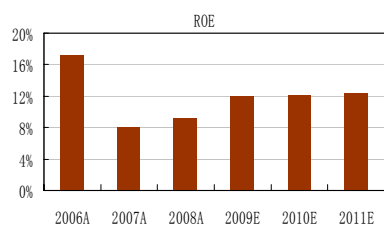
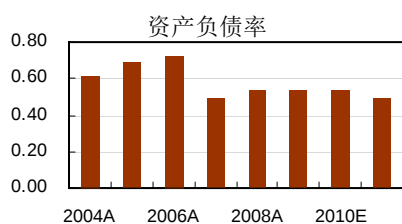
资料来源：bloomberg 山西证券

财务报表数据

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	627.9	837.3	982.7	1031.8	1135.0	1248.5
减：营业成本	474.8	655.6	744.8	782.1	860.3	946.4
营业税金及附加	2.5	2.8	4.3	4.5	4.9	5.4
营业费用	25.3	38.3	47.9	51.3	55.6	61.2
管理费用	61.1	69.1	90.3	97.0	106.7	117.4
财务费用	17.6	22.5	30.6	20.8	22.5	21.1
资产减值损失	1.1	(0.4)	12.2	0.0	0.0	0.0
加：投资收益	(0.5)	0.0	(0.3)	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
营业利润	44.9	49.5	52.2	76.2	85.0	97.0
加：其他非经营损益	1.4	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0
利润总额	46.3	50.3	52.4	76.2	85.0	97.0
减：所得税	16.2	15.6	7.5	11.4	12.7	14.6
净利润	30.0	34.7	44.9	64.7	72.2	82.5
减：少数股东损益	(1.3)	(1.1)	1.3	1.9	2.2	2.5
归属母公司股东净利润	31.4	35.9	43.5	62.8	70.0	80.0

资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	70.6	125.9	137.2	258.0	283.7	312.1
应收和预付款项	197.8	284.1	350.0	315.8	416.6	389.1
存货	160.2	195.6	201.1	215.5	242.8	261.3





其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	1.1	1.1	14.1	14.1	14.1	14.1
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	217.9	265.0	311.0	305.2	295.8	283.0
无形资产和开发支出	52.6	51.4	57.1	58.9	59.9	60.1
其他非流动资产	1.0	1.9	1.1	1.1	1.1	1.1
资产总计	701.2	925.1	1071.7	1168.6	1314.1	1320.9
短期借款	155.5	167.0	231.5	259.1	314.5	231.5
应付和预收款项	256.2	245.1	307.1	344.7	370.4	414.4
长期借款	89.0	0.0	35.0	14.5	20.6	0.0
其他负债	5.2	46.1	5.8	5.8	5.8	5.8
负债合计	505.9	458.2	579.4	624.1	711.4	651.7
股本	70.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
资本公积	17.3	218.5	208.0	208.0	208.0	208.0
留存收益	95.3	131.2	166.0	216.2	272.3	336.3
归属母公司股东权益	182.6	449.6	473.9	524.2	580.2	644.2
少数股东权益	12.6	17.2	18.4	20.3	22.5	24.9
股东权益合计	195.2	466.8	492.3	544.5	602.7	669.2
负债和股东权益合计	701.2	925.1	1071.7	1168.6	1314.1	1320.9

现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	54.2	(52.5)	72.3	184.3	37.9	206.5
投资性现金净流量	(45.3)	(61.1)	(100.7)	(43.0)	(43.0)	(43.0)
筹资性现金净流量	(26.0)	177.4	25.9	(20.5)	30.9	(135.1)
现金流量净额	(17.2)	63.9	(2.4)	120.7	25.8	28.4



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。